

УДК 336.01

## **ФЕНОМЕН ФОРМИРУЮЩЕГОСЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ЕГО ТЕОРЕТИЧЕСКОЕ ОСМЫСЛЕНИЕ**

**Львова Надежда Алексеевна, д.э.н., доцент,**

**Санкт–Петербургский государственный университет**

Lvova Nadezhda, Doctor of Economic Science, Associate Professor,

Saint Petersburg State University, [n.lvova@spbu.ru](mailto:n.lvova@spbu.ru)

**Аннотация.** Статья посвящена обобщению и систематизации теоретических представлений о природе формирующегося финансового рынка. В настоящее время данный термин широко используется в профессиональной практике, но его содержание требует научных исследований.

**Ключевые слова:** финансовый рынок, формирующийся финансовый рынок, финансовая система, финансовое развитие, публичные компании, инвестиции.

Термин «формирующийся рынок» (*англ.* – emerging market) введен в профессиональный и научный оборот в начале 1980–х гг. Изначально он применялся для обозначения инвестиционно–привлекательных стран, которые не входят в группу развитых, но постепенно стал приобретать более широкий смысл, включая социальные, технологические и

экономические составляющие. Поскольку инвестиционная привлекательность страны может оцениваться в системе управления разными инвестициями (в частности, реальными и финансовыми; прямыми и портфельными и т. д.), категория формирующегося рынка получила неоднозначное содержательное наполнение, которое, как показывает анализ литературы, требует уточнения. В рамках данного исследования мы обращаемся к такому аспекту этой задачи, как систематизация представлений о *формирующемся финансовом рынке* (emerging financial market), рассматривая его как самостоятельный феномен финансового мира из один из видов формирующегося рынка.

Отправной точкой нашего исследования стало допущение о том, что далеко не любая страна с формирующимся рынком (emerging economy) обладает формирующимся финансовым рынком. Данное допущение основано на так называемых «страновых классификациях» (country classifications), согласно которым в первую группу включается примерно 80 стран, тогда как во вторую – обычно не более 25 [2, с. 943]. Классификации стран по уровню развития финансового рынка позволяют выявить его определяющие признаки, которые мы рассмотрим далее. Формализованные методики в этом отношении используются институтами финансовой информации, публикующими глобальные фондовые индексы (MSCI, FTSE Russel, S&P Dow Jones Indices, Bloomberg и др.). Согласно данным методикам, финансовые рынки, как правило, подразделяются по уровню развития на три группы: развитые, формирующиеся и пограничные (developed, emerging, frontier markets).

Методические подходы к оценке развития финансовых рынков в свою очередь корреспондируют с особенностями макрофинансового анализа. Важнейшим источником его методологии является система национальных счетов (СНС), раскрывающая основополагающие вопросы, без понимания которых невозможно корректное осмысление и восполнение теоретических аспектов проблематики. Это касается в первую очередь определений институциональной единицы, экономической территории, финансовых услуг, финансового института («финансовой корпорации») и сектора финансовых корпораций.

К примеру, обратим внимание на то, что в анализе национальных финансовых рынков уместно говорить о странах, территория которых не обязательно будет совпадать с территориальным устройством государств. Так, отдельными формирующимися финансовыми рынками будут выступать материковый Китай и Тайвань, тогда как Гонконг классифицируется как развитый, а все вместе они входят в состав Китайской Народной Республики (КНР). Понимание этого принципа снимает многие проблемные вопросы сравнительного анализа.

Также показательно, что оценка уровня развития финансового рынка обычно не ограничивается лишь одним видом финансовых услуг или одной группой финансовых институтов. Даже в методиках, сконцентрированных на оценке вспомогательной финансовой деятельности, так или иначе, предусмотрены индикаторы финансовой доступности и стабильности,

которые релевантны для всего сектора финансовых корпораций. Однако используемые в данном случае методические подходы имеют свою (утилитарную) специфику и зачастую характеризуются фрагментарностью, что как раз и не позволяет выявить содержание формирующегося финансового рынка, которое в достаточной мере соответствовало бы принципам макрофинансового анализа.

Таким образом, мы считаем, что основу теоретических представлений о содержании и особенностях формирующегося финансового рынка должны составлять те принципы, которые применяются в международной финансовой статистике. Во-первых, это позволит избежать коллизий с трактовкой базовых категорий. Во-вторых, обеспечит предпосылки обоснования признаков формирующегося финансового рынка с учетом критики утилитарных подходов. В-третьих, даст возможность обогатить инструментарий оценки развития финансового рынка теми методиками и показателями, которые применяются в международном мониторинге финансовых систем (прежде всего, методики Совета по финансовой стабильности, Всемирного банка, МВФ).

Используя такую предпосылку исследования, мы также допускаем, что отправной точкой исследования феномена формирующегося финансового рынка должна стать категория финансовых услуг, которые не ограничиваются услугами финансового посредничества, охватывая также «вспомогательные» и «другие» финансовые услуги. Широкая трактовка финансовых услуг лежит в основе определения сектора финансовых корпораций как совокупности институциональных единиц, «производящих финансовые услуги», то есть выполняющих роль финансовых посредников, управляющих финансовыми рисками, трансформирующих ликвидность и (или) осуществляющих вспомогательную финансовую деятельность (Таблица 1).

Таблица – Институциональная структура сектора финансовых корпораций

Виды финансовых корпораций	Группы финансовых корпораций
Центральный банк	Денежные эмитенты
Другие корпорации, принимающие депозиты, кроме центрального банка	
Фонды денежного рынка	
Страховые корпорации	Финансовые институты договорного типа
Пенсионные фонды (негосударственные)	
Инвестиционные фонды неденежного рынка	Прочие финансовые институты
Другие финансовые посредники, кроме страховых корпораций и пенсионных фондов	
Кэптивные финансовые институты и ростовщики	
Вспомогательные финансовые корпорации	

Сост. по: [4, с. 84; 5, р. 27].

Широкое определение финансовых услуг обращает нас к институциональной трактовке финансовой системы [о трактовках финансовой системы см.: 3, с. 7]. В этом смысле речь идет о системе институциональных единиц, которые обеспечивают функционирование прямых и опосредованных механизмов финансирования («финансовые рынки» и «финансовые институты» соответственно). Следовательно, мы подходим к проблемному вопросу о соотношении категорий «финансовая система» и «финансовый рынок», дискуссия о котором не находит подробного отражения в СНС.

С одной стороны, термины «финансовая система» и «финансовый рынок» (или «рынок финансовых услуг») могут использоваться как синонимы. С другой, финансовые рынки зачастую рассматриваются как один из основных элементов финансовой системы, который реализует работу прямых механизмов финансирования (в этом контексте понятие финансового рынка может сводиться к рынку капитала) [см. подробнее: 3, с. 7–9]. Неслучайно феномен формирующегося финансового рынка в большей степени ассоциируется с рынком прямого доступа.

Нельзя игнорировать тот факт, что провести четкую грань между финансовыми рынками и финансовыми институтами с учетом реализуемых финансовых механизмов на практике проблематично. Однако именно такой принцип традиционно используется в теории финансового развития [1, с. 8], в том числе в многочисленных исследованиях по оценке финансовой структуры экономики. Таким образом, в контексте исследования корректнее говорить не о формирующемся финансовом рынке, а о *формирующейся финансовой системе* (emerging financial system), в рамках которой, очевидно, и финансовые институты, и финансовые рынки будут иметь статус формирующихся.

Сделанный вывод дает основание: а) обосновать комплексную характеристику формирующихся финансовых систем (стран с формирующимся финансовым рынком); б) в рамках данной характеристики отдельно предусмотреть признаки финансовых рынков и финансовых институтов как основных сегментов финансовой системы. Подчеркнем, что на практике преобладает эклектичный подход: основной акцент, как упоминалось ранее, делается на характеристику финансовых рынков (в узком понимании), но вместе с тем предусматриваются индикаторы общего финансового развития.

Руководствуясь методологией макрофинансового анализа, можно заключить, что характеристика формирующихся финансовых систем должна опираться на оценку уровня финансовой глубины, эффективности, доступности, стабильности и вместе с тем качества предоставления финансовых услуг [1, с. 8]. Причем страны с формирующимся финансовым рынком должны занимать особое место, которое позволяет использовать потенциал догоняющего развития по отношению к финансово развитым странам и вместе с тем опережать остальные экономические территории. Кандидатами в группу стран с формирующимся финансовым рынком выступают страны с «пограничными» рынками или «рынками на

фронтире» (frontier markets). И, наконец, оставшиеся страны располагают развивающимися и наименее развитыми финансовыми рынками (developing and underdeveloped markets).

Отметим, что рассматриваемая условная иерархия финансовых систем развивает принципы страновых классификаций, которые используются при подготовке глобальных фондовых индексов. Группа финансово развитых стран в этих классификациях, как правило, совпадает по составу или содержит незначительные разночтения. Она наиболее статична, хотя есть исключения (например, Греция после долгового кризиса переместилась в группу формирующихся). Любопытно, что, как и в случае с формирующимися рынками, не все экономические развитые страны входят в группу стран с развитыми финансовыми рынками (например, это относится к странам Балтии).

Группа стран с формирующимся финансовым рынком зачастую идентична по составу для целей инвестиционного анализа. Однако содержание и признаки формирующегося финансового рынка понимаются неоднозначно. Анализ применяемых подходов позволяет выявить следующие его определяющие признаки: во-первых, динамичное развитие (высокие темпы роста финансовой глубины, объемов и видов предоставляемых финансовых услуг), которое, как правило, не сопровождается признаками финансового пресыщения; во-вторых, институциональные несовершенства (в результате, относительно низкая финансовая эффективность, ограниченная финансовая доступность, повышенная финансовая хрупкость).

К дополнительным признакам формирующегося финансового рынка относят: функционирование в условиях низкого или среднего уровня финансового благосостояния (что, однако не распространяется на Объединенные Арабские Эмираты, Катар, представляющие регион Ближнего Востока), а также достаточный уровень либерализации, который в большей степени касается свободы движения капитала, но не вполне отражает специфику неоконтинентальных финансовых систем (в том числе Российской Федерации) с их высоким уровнем государственного участия.

Перечень признаков формирующегося финансового рынка, на наш взгляд, следует дополнить оценкой функционирования публичных компаний, которым неявно принадлежит значимая роль в оценке финансового развития. Так, совокупная капитализация данных компаний используется в оценке абсолютных и относительных объемов финансового рынка, сведения о структуре капитализации – в оценке финансовой доступности, данные по объемам и динамике продаж привлекаются в анализе стабильности и эффективности.

Что касается формирующихся финансовых систем в целом и формирующихся финансовых рынков в частности, финансовые индикаторы, связанные с функционированием публичных компаний, должны иметь значимую специфику, которая требует дальнейших эмпирических исследований. Такое предположение основано на том, что в условиях банковской модели финансового развития, характерной для

формирующихся финансовых рынков, проявляется сравнительно низкая значимость финансового рынка в экономике, сопровождаемая высокой волатильностью.

Подытоживая вышесказанное, отметим, что теоретическое осмысление феномена формирующегося финансового рынка требует системного и последовательного подхода, который лишь отчасти используется на практике. Именно институциональная трактовка финансовой системы, с нашей точки зрения, должна определять инструментарий оценки развития финансового рынка, а, следовательно, и ключевые признаки его формирующегося статуса.

Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 18-010-00085.

#### Список использованных источников:

1. Воронова, Н. С. Детерминанты финансового развития в условиях евразийской интеграции [Текст] / Н. С. Воронова, Н. А. Львова, Н. В. Покровская // Проблемы современной экономики. – 2018. – № 1. – С. 6 – 11.
2. Львова, Н. А. Концепция финансовой диагностики публичных компаний для формирующегося финансового рынка [Текст] / Н. А. Львова // Экономика и предпринимательство. – 2018. – № 9. – С. 940 – 948.
3. Реформирование институтов финансово–кредитных систем стран с формирующимися рынками: монография [Текст] / Золотарева О.А. [и др.]. – Под ред. О.А. Золотаревой. – Пинск: ПолесГУ, 2017. – 140 с.
4. Система национальных счетов – 2008 [Текст] / Под ред. Ю.Н. Иванова. – ЕК, МВФ, ОЭСР, ООН, ВБ, 2012. – 764 с.
5. Handbook on securities statistics [Текст] / The International Monetary Fund, the Bank for International Settlements, the European Central Bank. – Washington, D.C.: the International Monetary Fund, 2015. – xvii + 152 p.